Научная статья

https://doi.org/10.54220/v.rsue.1991-0533.2025.92.4.013
УДК 336.3 336.7

ИССЛЕДОВАНИЕ ЭВОЛЮЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ РАЗВИТИЯ И СИСТЕМНЫХ РИСКОВ ДОЛГОВОГО РЫНКА КИТАЯ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОЙ ТРАНСФОРМАЦИИ

Лу Яо*[1]*
[1] *Российский университет дружбы народов имени Патриса Лумумбы, Москва, Россия*
** 1010455073@qq.com*

Аннотация. *Введение.* Изменение структуры финансового сектора и нарастание сложности экономических процессов делают долговые инструменты ключевым звеном финансового инжиниринга как в глобальном, так и в китайском контексте. Статья подчеркивает двойственный характер долговых инструментов: с одной стороны, они способствуют развитию рынков и привлечению финансирования под конкретные проекты, с другой стороны, несут системные риски, связанные с регуляторной архитектурой и прозрачностью. Эти аспекты особенно значимы в контексте перехода экономики Китая к рыночной модели и усиления роли секьюритизации и теневого сектора в финансовой системе. *Материалы и методы.* Авторы применяют системный подход для рассмотрения долговых инструментов финансового инжиниринга как элемента национальной финансовой системы Китая, тесно связанного с регуляторной средой, макроэкономической политикой и потребностями реального сектора. Применен целевой бенчмаркинг для исследования индикаторов системной уязвимости в разрезе рисков для долгового рынка Китая, а также метод визуализации «водопад рисков» для анализа межсекторных трансмиссий долгового риска Китая. *Результаты исследования.* Основные результаты показывают, что рынок долговых инструментов Китая за последние десятилетия претерпел трансформацию от развивающегося к более зрелому, существенно интегрированному в глобальные финансовые потоки. В 2020-2024 гг. отмечается ускорение роста корпоративных ABS и зеленых облигаций, усиление регуляторного контроля над теневым сектором и постепенная консолидация системы вокруг более прозрачных и регулируемых форм финансирования. Эти тенденции указывают на развитие инновационных финансовых инструментов, где преимущества в виде диверсификации сочетаются с необходимостью повышения прозрачности, стандартов раскрытия информации и стресс-тестирования банковской и страховой систем. *Обсуждение и заключение.* Регуляторные меры, направленные на ужесточение надзора за трастовыми схемами и частными размещениями, позволяют свести к минимуму риски «теневого банковского дела», однако вместе с этим требуют сбалансирования между инновациями и финансовой устойчивостью. Важным выводом является необходимость продолжения перехода к более прозрачным и стандартизированным инструментам (корпоративные ABS, зеленые облигации) и снижения доли непрозрачных каналов финансирования. Выявлена повышающаяся роль Китая как экспортера финансовых инноваций в рамках глобального Юга, где указанные инструменты служат не только для внутреннего финансирования, но и для формирования стратегических экономических связей и финансовой автономии.

Ключевые слова: финансовый инжиниринг, долговые инструменты, Китай, финансовая система, структурированные продукты, секьюритизация, облигации, финансовые риски, регулирование, теневое банковское дело.

Для цитирования: Лу Яо. Исследование эволюционных процессов развития и системных рисков долгового рынка Китая в условиях финансовой трансформации. *Вестник Ростовского государственного экономического университета (РИНХ).* 2025;4(32):148-161. DOI: 10.54220/v.rsue.1991-0533.2025.92.4.013

Research article

JEL G18 G21

A STUDY OF THE EVOLUTIONARY DEVELOPMENT PROCESSES AND SYSTEMIC RISKS OF THE CHINESE DEBT MARKET IN THE CONTEXT OF FINANCIAL TRANSFORMATION

Lu Yao [1]*
[1] *RUDN University,*
Moscow, Russia
* *1010455073@qq.com*

Annotation. *Introduction.* The changing structure of the financial sector and the increasing complexity of economic processes make debt instruments a key element of financial engineering in both the global and Chinese contexts. The article highlights the dual nature of debt instruments: on the one hand, they promote the development of markets and attract financing for specific projects, on the other hand, they carry systemic risks associated with regulatory architecture and transparency. These aspects are particularly important in the context of the transition of the Chinese economy to a market model and the increasing role of securitization and the shadow sector in the financial system. *Materials and methods.* The authors apply a systematic approach to consider debt instruments of financial engineering as an element of China's national financial system, closely related to the regulatory environment, macroeconomic policy and the needs of the real sector. The research applied targeted benchmarking to investigate indicators of systemic vulnerability in the Chinese debt market, alongside the Risk Waterfall visualization method to analyze inter-sectoral transmission of debt risk in China. *Research results.* The main results show that over the past decades, China's debt instruments market has undergone a transformation from developing to more mature, significantly integrated into global financial flows. In 2020-2024, the growth of corporate ABS and green bonds is accelerating, regulatory control over the shadow sector is strengthening, and the system is gradually consolidating around more transparent and regulated forms of financing. These trends point to the development of innovative financial instruments, where the benefits of diversification are combined with the need to increase transparency, disclosure standards, and stress testing of banking and insurance systems. *Discussion and conclusion.* Regulatory measures aimed at tightening supervision of trust schemes and private placements can minimize the risks of shadow banking, but at the same time require a balance between innovation and financial stability. An important conclusion is the need to continue the transition to more transparent and standardized instruments (corporate ABS, green bonds) and reduce the share of opaque financing channels. The increasing role of China as an exporter of financial innovations in the global South has been revealed, where these instruments serve not only for domestic financing, but also for the formation of strategic economic ties and financial autonomy.

Keywords: financial engineering, debt instruments, China, financial system, structured products, securitization, bonds, financial risks, regulation, shadow banking.

For citation: Lu Yao. A Study of the Evolutionary Development Processes and Systemic Risks of the Chinese Debt Market in the Context of Financial Transformation. *Vestnik of Rostov State University of Economics (RINH).* 2025;4(32):148-161. DOI: 10.54220/v.rsue.1991-0533.2025.92.4.013

Введение

В условиях либерализации финансового сектора и усложнения экономических процессов на финансовом рынке начали появляться самые разнообразные долговые инструменты, созданные с помощью методов финансового инжиниринга. С одной стороны, такие инструменты способствуют углублению финансовых рынков, дают инвесторам новые возможности для диверсификации портфелей и позволяют компаниям привлекать финансирование под специфические нужды. С другой стороны, их сложность и нередко низкая прозрачность несут в себе значительные риски для финансовой стабильности и устойчивости бюджетной системы государства, что неоднократно демонстрировали кризисы прошлых периодов [10, с. 63].

Долговые инструменты являются основой рынка финансирования крупных проектов, связанных с инфраструктурой, промышленной модернизацией и региональным развитием [5, с. 56].

В рамках финансового инжиниринга долговые инструменты выступают как инструменты потребления и перераспределения рисков: ипотечные, облигационные, секьюритизированные активы позволяют объединять потоки платежей, реструктурировать долговые обязательства и создавать новые финансовые продукты, которые облегчают привлечение финансирования под конкретные проекты [4, с. 37].

Китайский долговой рынок за последние десятилетия прошел путь от развивающегося к более зрелому рынку, активно интегрируясь в глобальные финансовые потоки при сохранении значительной роли государственного участия и инфраструктурной ориентации финансирования [15, с. 67]. По сравнению с США, Японией, Южной Кореей, Европейским союзом и Россией Китай демонстрирует уникальные траектории по структуре долга, темпам роста и регуляторной архитектуре своего финансового рынка.

Традиционно финансовая система Китая была банкоцентричной, где системный риск был в значительной степени сосредоточен внутри коммерческих банков, подконтрольных жесткому регулированию, но с 2000-х гг. после глобального финансового кризиса, поиска доходности и регуляторных ограничений для банков, началась глубокая трансформация сектора, которая привела к взрывному росту теневого банковского сектора, в котором ключевую роль играют трасты, выступая посредниками в перераспределении рисков.

С нашей точки зрения, финансовая трансформация не устранила системные риски, а перераспределила их из банковского сектора в корпоративный, используя трасты и другие небанковские финансовые институты в качестве каналов передачи, тем самым маскируя истинный уровень риска и создавая новые каналы для его контаминации.

Столкнувшись с нормативами по капиталу (Basel III) и ограничениями на кредитование «перегретых» секторов (недвижимость, LGFV), банки стали активно использовать инструменты финансового инжиниринга. Банки часто являются ключевыми учредителями и кредиторами для трастовых компаний и компаний по управлению активами и направляют средства клиентов в трастовые планы, которые затем кредитуют целевые сектора, что позволяет им де-факто проводить рисковые операции, не отражая их на балансе.

Трастовые компании стали главным «проводником» риска от банков к корпоративному сектору, так как создавали сложные многоуровневые продукты (например, траст-бенефициальные права), которые маскировали конечного заемщика (часто им являлся сектор недвижимости или LGFV, предоставляли гарантии доходности инвесторам WMPs, беря на себя риски ликвидности и кредитный риск. В таких условиях корпоративный сектор, особенно LGFV и девелоперы, стал конечной точкой, где риски материализовались: получив доступ к огромным потокам финансирования через трасты,

эти компании накопили беспрецедентный уровень долга, и LGFV, лишившись прямого банковского кредитования, массово переключились на финансирование через теневой банкинг, перенеся системные риски в эту менее регулируемую сферу.

В результате формирования такой архитектуры долгового рынка риски стали скрыты в сложных цепочках продуктов, и регулятору стало сложно отследить конечного заемщика и оценить реальный уровень риска в системе, а так как банки, трасты и корпорации оказались связаны тысячами каналов, проблемы в одном сегменте немедленно стали передаваться в другие, увеличивая скорость распространения кризиса.

С 2017 г. китайские власти проводят политику целенаправленного «сжатия» наиболее опасных каналов теневого банкинга, однако эти меры хотя и снижают общий объем теневого финансирования, могут привести к выборочным дефолтам и временной напряженности на рынке, поскольку корпоративный сектор лишается привычного источника рефинансирования.

Материалы и методы

Методологическую основу исследования составил системный подход, позволивший рассматривать долговые инструменты финансового инжиниринга в качестве неотъемлемого элемента финансовой системы Китая, находящейся в тесной взаимосвязи с регуляторной средой, макроэкономической политикой и потребностями реального сектора экономики.

Для выявления специфики китайских финансовых инструментов по сравнению с их аналогами на финансовых рынках других стран был применен сравнительный анализ, что позволило определить уникальные черты, обусловленные особенностями регулирования и структурой экономики Китая. Оценка динамики развития рынка структурированных долговых продуктов проводилась с помощью анализа временных рядов, в ходе которого были проанализированы данные Народного Банка Китая (PBOC), Комиссии по регулированию банковской и страховой деятельности Китая (CBIRC), а также показатели рынка облигаций. Изучение нормативно-правовой базы, регулирующей выпуск и обращение долговых инструментов, включая директивы PBOC, CBIRC и Государственного совета КНР, проводилось с помощью качественного контент-анализа. Для того чтобы грамотно применять данные методы, проведем формализацию понятий, связанных с объектом данного исследования.

Финансовая трансформация применительно к китайскому долговому рынку представляет собой процесс структурного изменения способов аккумуляции и распределения финансовых ресурсов, характеризующийся переходом от банкоцентричной модели к гибридной, где растет роль небанковских посредников и рынков капитала; выражается через систему показателей:

$$T = f(\alpha, \beta, \gamma),$$

где α – доля небанковского финансирования в общем объеме кредитования;

β – уровень секьюритизации, показывающий развитие финансового инжиниринга;

γ – спред доходности как индикатор роста оценки рисков рынком, а не административных установок.

Показатель α резко рос с 2010 по 2017 г. (пик теневого банкинга), затем начал снижаться под регуляторным давлением, но остается высоким; β демонстрирует устойчивый рост, особенно в сегменте корпоративных ABS, а γ волатилен и имеет тенденцию к расширению, что свидетельствует о повышении риск-чувствительности инвесторов.

Системный риск на долговом рынке Китая – это риск нарушения функционирования всей финансовой системы в результате каскадного распространения шоков через каналы взаимосвязей между ее сегментами, обусловленный общими уязвимостями. В нашем исследовании он представлен матрицей взаимосвязей между банками, трастами, корпорациями (водопад рисков), показателем совокупного левериджа (долг/ВВП), а также наличием внешних или внутренних шоков.

Эндогенными факторами риска как раз являются: чрезмерный леверидж, так как совокупный долг нефинансового сектора создает фундаментальную уязвимость; непрозрачность, так как сложные цепочки продуктов (трасты, WMPs) маскируют истинный уровень риска и создают каналы для его быстрого распространения; разрыв в ликвидности; моральный хазард (так как уверенность в государственной поддержке часто провоцирует безответственное поведение заемщиков), а также высокая концентрация краткосрочного корпоративного долга, требующего ежегодного рефинансирования.

Экзогенные факторы представлены макроэкономическими, геополитическими и регуляторными шоками, среди которых можно выделить шок на рынке недвижимости, когда происходит устойчивое падение цен на жилье, которое де-факто является главным залоговым активом в китайской финансовой системе, и внешний монетарный шок, связанный с агрессивным ужесточением денежно-кредитной политики ФРС США, приводящей к укреплению доллара и оттоку капитала с развивающихся рынков, включая Китай.

Таким образом, устойчивость долгового рынка Китая зависит от того, насколько внутренние «слабые» звенья финансового рынка будут подвержены воздействию внешних шоков, а задачей регулятора является снижение эндогенных рисков одновременно с подготовкой финансовой системы к неизбежным экзогенным потрясениям.

Результаты исследования

Банковский сектор и другие финансовые компании играют значительную роль как эмитенты долговых инструментов, так и как посредники в их размещении, благодаря интегрированному финансовому рынку и государственным стратегиям поддержки устойчивого финансового роста. В особенности в Китае банки выступают основным каналом финансирования реального сектора экономики через облигационные займы и секьюритизацию. Доходность китайских 10-летних государственных облигаций снизилась до уровня около 1,74 %, отметив свой минимум за последние два месяца после саммита между президентами Дональдом Трампом и Си Цзиньпином, но достаточно очевидным является тот факт, что время наивысшей доходности этих долговых обязательств прошло [2].

Если проводить сравнительный анализ между рынками долговых финансовых инструментов Китая и других стран, то можно отметить определенные отличия. Так, крупнейший в мире рынок долговых инструментов с развитыми рынками секьюритизации и активным управлением долгом в США демонстрирует высокий уровень ликвидности, продуманную регуляторную базу и широкий круг инвесторов, поэтому долговые рынки США традиционно считались глобальным эталоном по объему и инновациям в структуре долга. Однако Китай активно перенимает опыт и стремится к более глубокой интеграции в глобальные долговые рынки.

Долговой рынок Японии известен устойчивыми долговыми инструментами и значительным влиянием государственного сектора, развитой ипотекой и банковским сектором. Взаимодействие между японскими консервативными инвесторами и китайскими рынками капитала влияет на глобальные финансовые потоки и стоимость капитала в Азиатско-Тихоокеанском регионе [1, с. 36]. Развивающийся долговой рынок Южной Кореи со зрелыми банками и эмитентами, активными на рынке облигаций и корпоративных долгов, демонстрирует устойчивый рост и интеграцию с региональными финансовыми цепочками, конкурируя за инвестиции в азиатской модели финансовой интеграции на фоне усиливающегося взаимодействия Китая и Японии в фондовой, банковской и валютной областях (в 2025 г. страны провели первый за шесть лет экономический диалог высокого уровня) как по линии региональных экономических организаций, так и по линии дальнейшего расширения использования местных валют [8, с. 42].

Российский долговой рынок развивался в контексте региональной экономической динамики и государственной поддержки финансирования через облигации и секьюритизацию, но сталкивается со специфическими внешнеэкономическими и регуляторными вызовами. С недавним стремительным ростом торговли между Китаем и Россией потоки капитала стали более частыми, поэтому в процессе китайско-российского финансового сотрудничества необходимо как можно скорее создать систему выявления трансграничных потоков капитала и ускорить создание системы индикаторов прогнозирования платежеспособности, усилить меры по борьбе с отмыванием денег и контрафактом. Совместное решение России и Китая финансовых проблем и нацеленность на расширение торгового и инвестиционного сотрудничества – важные составляющие широкого спектра китайско-российских отношений в финансовой сфере [11, с. 70].

Проведенный анализ позволил выделить несколько ключевых групп долговых инструментов финансового инжиниринга, получивших широкое распространение в Китае.

Инструменты секьюритизации финансовых активов (ABS). Секьюритизация стала одним из главных драйверов финансового инжиниринга. Китайский рынок ABS демонстрировал экспоненциальный рост, особенно после снятия регуляторных ограничений в 2014 г.

Наибольший объем секьюритизаций наблюдался в 2021 г., после чего произошло достаточно заметное снижение с сохраняющейся стагнацией до 2024 г. (рис. 1).

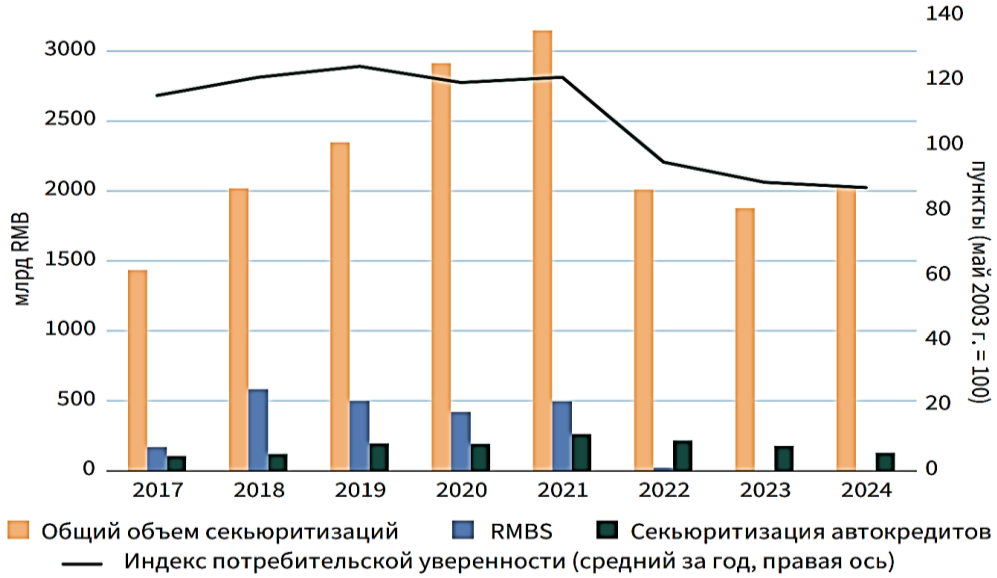


Рисунок 1 – **Общий объем секъюритизаций рынка Китая в 2017-2024 гг.** [3, с. 35]
Figure 1 – **The total volume of securitizations of the Chinese market in 2017-2024** [3, с. 35]

Выделяются две основные подгруппы инструментов данной группы:

1) кредитные ABS, в основе которых лежат пулы банковских кредитов, такие как ипотечные займы, автокредиты и корпоративные ссуды. Их выпуск позволяет банкам высвобождать капитал, управлять риском ликвидности и диверсифицировать риски. При этом спецификой китайского финансового рынка является то, что большая часть банковских кредитов традиционно выдается компаниям государственного и листингового секторов, а сам банковский сектор в Китае значительно крупнее финансовых рынков [14, с. 514];

2) ABS на основе дебиторской задолженности предприятий или так называемые торговые кредиты с использованием цифровых финансов, которые

секьюритизируют будущие денежные потоки от активов, таких как арендные платежи, доходы от платных дорог, финансирование цепочек поставок [6]. Это особенно важно для малых и средних предприятий (МСП), испытывающих трудности с доступом к традиционному банковскому кредитованию.

Структурированные депозиты и продукты частного размещения, часто выпускаемые банками в партнерстве с брокерскими компаниями, сочетают в себе компонент срочного депозита с производным финансовым инструментом, привязывая доходность к колебаниям акций, индексов или товарных цен (фактически представляют собой сберегательный вклад + инвестиционный инструмент).

Кредитно-ориентированные структурированные продукты и деривативы. Хотя рынок кредитных деривативов в Китае менее развит, чем на Западе, здесь присутствуют свои уникальные инструменты. Наиболее заметным примером являются Credit Risk Mitigation Warrants (CRMW) – инструменты, аналогичные кредитным дефолтным свопам (CDS), но стандартизированные и торгуемые на бирже. Они были введены для хеджирования рисков дефолта по корпоративным облигациям, особенно выпускаемым МСП [16, с. 29-79].

Инновационные суверенные и квазисуверенные облигации, к которым относятся, в частности, зеленые облигации и облигации, направленные на предотвращение пандемий (pandemic bonds), выпуск которых активно поощряется государством для финансирования стратегических инициатив в области экологии и здравоохранения [13, с. 23-55]. Финансовый инжиниринг здесь проявляется в создании специальных механизмов обеспечения, привязки доходности к достижению целевых показателей и структурирования потоков платежей.

Корпоративные ABS все больше играют роль ключевого драйвера развития рынка, а их рост поддерживается финансированием зеленых проектов, цепочек поставок и МСП. В экономике Китая финансирование цепочек поставок позволяет оптимизировать оборотный капитал, используя кредитоспособность крупных корпораций для предоставления доступного финансирования мелким поставщикам. Для этого предприятие выпускает цифровое вексельное обязательство (D.R.), которое является основанием для финансирования и продается с дисконтом финансовому учреждению, а в установленный срок покупатель выкупает его по полной стоимости, что позволяет покупателю уложиться в согласованные сроки оплаты, а продавцу – получить деньги сразу [12].

В 2024 г. тенденция последних лет окончательно закрепилась: рынок структурированных долговых продуктов Китая движется по пути «управляемой финансовой инновации», где доминируют стандартизированные, прозрачные инструменты (корпоративные ABS), нацеленные на приоритеты реального сектора и государственной политики, в то время как непрозрачные и рискованные каналы (трасты) последовательно сворачиваются. Тем не менее, несмотря на предпринимаемые усилия, количество дефолтов в непрозрачном сегменте местного долгового рынка Китая достигло рекордного уровня, что стало ловушкой для инвесторов, которые полагали, что ценные бумаги имеют неявную государственную гарантию, причем многие случаи неисполнения обязательств произошли именно в сфере трастовых услуг [9].

Индикаторы системной уязвимости в разрезе рисков для долгового рынка Китая можно разделить на три категории: леверидж и долговая нагрузка; риски ликвидности; взаимосвязанность и теневые риски (табл. 1).

Таблица 1 – **Индикаторы системной уязвимости долгового рынка Китая**
Table 1 – **Indicators of systemic vulnerability of the Chinese debt market**

Категория риска	**Индикатор и методика расчета**	**Целевой бенчмарк (порог опасности)**	**Результат расчета для Китая (на конец 2023 – начало 2024 г.)**	**Интерпретация и источник данных**
Левередж и долговая нагрузка	Совокупный долг к ВВП = (Долг нефинансового сектора / Номинальный ВВП) * 100 %	> 280-300 % (высокий риск)	~242,9 %	Уровень критический. Долговая нагрузка достигла порогового значения. Источник: Банк международных расчетов (BIS)
	Долг корпоративного сектора к ВВП = (Долг нефинансовых корпораций / Номинальный ВВП) * 100 %	> 150 %	~172,3 %	Один из самых высоких показателей в мире. Создает уязвимость к росту процентных ставок и замедлению экономики. Источник: BIS
	Рынок облигаций к ВВП = (Общий объем непогашенных облигаций / Номинальный ВВП) * 100 %	Быстрый рост > 10 п. п. за три года	~115 % (рост с ~90 % в 2018)	Быстрое углубление рынка. Рост более 25 п. п. за 5 лет указывает на потенциальное «перегревание». Источник: Народный Банк Китая (PBOC), Wind
Риски ликвидности и рефинансирования	Доля краткосрочного долга (корп.) = (Корпоративные облигации со сроком погашения < 1 год / Все непогашенные корпоративные облигации) * 100 %	> 25-30 %	~34,7 %	Высокий риск рефинансирования. Значительный объем долга требует ежегодного ролловера, создавая зависимость от условий рынка. Расчет на основе данных Wind по объемам погашения
	«Стена погашений» = Общий объем корпоративных облигаций, подлежащих погашению за год	Абсолютный показатель > 10 трлн юаней – высокое давление	~12,5 трлн юаней (2024)	Огромный объем рефинансирования. Создает системный риск, особенно в условиях ужесточения денежно-кредитной политики. Источник: отчет S&P Global «China Corporate Bond 2024 Outlook» и обзор Fitch Ratings «China Banks: 2024 Outlook»
	Спред доходности низко- и высокорейтинговых облигаций = Разница в доходности к погашению между облигациями рейтинга AA и AAA	Резкое расширение > 150 б. п.	~180-200 б. п. (в отдельные периоды 2023-2024)	Сжатие ликвидности для рискованных заемщиков. Рынок дискриминирует эмитентов с низким рейтингом, затрудняя им рефинансирование. Источник: Исследование Научного института МВФ (IMF Working Paper) «China's Corporate Bond Market and Financial Stability»
Взаимосвязанность и теневые риски	Доля (WMP) = (Стоимость активов WMP, вложенных в облигации и кредиты / Общие активы WMP) * 100 %	> 6 0% (показывает связь с долговым рынком)	~67,5 %	Высокая взаимосвязь. Проблемы на долговом рынке немедленно ударят по WMP и, следовательно, по розничным инвесторам. Источник: China Banking and Insurance Regulatory Commission (CBIRC) «Wealth Management Product Registration and Settlement Report»
	Объем трастовых планов = Абсолютный объем трастовых активов, направленных в корпоративный сектор и LGFV	Стабильно высокий уровень	~3,12 трлн юаней (оценка на конец 2023)	Сконцентрированный риск. Несмотря на общее сжатие, значительный объем теневого долга направлен в наиболее уязвимые сектора. Источник: Отчеты CBIRC по трастовой отрасли
	Отношение объема репо-операций к ВВП = (Общий объем операций репо на денежном рынке / Номинальный ВВП) * 100 %	Быстрый рост	~25 % (рост с ~18 % в 2019)	Растущая зависимость от краткосрочной ликвидности. Повышает уязвимость к шокам на рынке репо. Источник: PBOC, расчеты на основе данных денежного рынка

BIS учитывает долговые обязательства трех основных секторов экономики: корпоративного сектора, сектора домашних хозяйств (ипотечные и потребительские кредиты), а также государственного сектора.

Совокупный долг нефинансового сектора Китая на 2023 г. составил 43 483 млрд долл., а официальный номинальный ВВП Китая за тот же период времени – 17,906 млрд долл., согласно приведенной методике расчета (43,483 млрд долл. / 17,906 млрд долл.) * 100 % ≈ 242,9 %, что означает, что Китай находится в опасной близости от порогового значения в 300 %, которое экономисты считают критическим для развивающихся экономик.

Как мы видим, совокупный долг, и особенно долг корпоративного сектора, находится на уровнях, которые международные организации считают пороговыми для возникновения системного кризиса, что определяет фундаментальную уязвимость исследуемого сектора. Комбинация «стены погашений» в 12,5 трлн юаней и высокой доли краткосрочного долга создает исключительную зависимость рынка от постоянного притока ликвидности, поэтому возникновение дополнительных проблем может спровоцировать каскад дефолтов. Широкий спред между высоко- и низкорейтинговыми облигациями свидетельствует о том, что рынок уже осознает кредитные риски и дискриминирует слабых заемщиков. Также несмотря на регуляторное сжатие, значительные объемы средств через WMP и трастовые планы остаются вложенными в долговые инструменты, создавая сложные и непрозрачные каналы для передачи шоков между банковской системой, управлением активами и корпоративным сектором.

Набор предложенных индикаторов четко сигнализирует о повышенной системной уязвимости долгового рынка Китая, причем наиболее острыми являются риски, связанные с рефинансированием крупных объемов корпоративного долга в условиях замедления экономического роста и ужесточения глобальных финансовых условий. Действия китайских регуляторов по «сжатию» теневого банкинга снизили одни риски, но не устранили фундаментальную проблему чрезмерной долговой нагрузки.

Обсуждение и заключение

Стремительное развитие долговых инструментов финансового инжиниринга в Китае является закономерным следствием нескольких фундаментальных факторов: регуляторного арбитража, заключающегося в применении жестких нормативов по резервированию капитала и коэффициенту кредитного плеча; поиска источников увеличения доходности на рынке ценных бумаг; необходимости отвечать потребностям реального сектора. Кроме того, углубляется сам финансовый рынок, появляются новые классы активов и инвестиционные стратегии.

Анализ данных таблицы 2 показывает сдвиг в сторону прозрачности: наблюдается четкий тренд перехода от непрозрачных и рискованных инструментов (трастовые планы) к стандартизированным и регулируемым (корпоративные ABS, зеленые облигации). Развитие каждого инструмента напрямую зависит от регуляторной политики, а не только от рыночного спроса, а усиление роли глобального Юга и напряженность с Западом напрямую стимулируют развитие инструментов, работающих на цели стратегической автономии и укрепления связей с новыми партнерами (зеленые облигации, корпоративные ABS для финансирования цепочек поставок).

Несмотря на преимущества, применение указанных долговых инструментов может нести в себе серьезные угрозы финансовой стабильности страны. Так, многоуровневые структуры многих продуктов (особенно в сегменте частного размещения) затрудняют точную оценку лежащих в их основе активов и реального уровня риска, что создает почву для недооценки и скрытого накопления «плохих» активов. Кроме того, значительная часть структурированных продуктов является каналом для скрытого кредитования секторов, находящихся под регуляторными ограничениями, что формирует «серый» контур финансовой системы, слабо поддающийся контролю со стороны мегарегулятора [7, с. 125, 156].

Таблица 2 – **Сравнительный анализ долговых инструментов финансового инжиниринга в финансовой системе Китая**
Table 2 – **Comparative analysis of debt instruments of financial engineering in the Chinese financial system**

Название инструмента	**Краткая характеристика**	**Отрасли применения**	**Темпы развития за последние пять лет (2020-2024)**	**Влияние изменения геополитической ситуации и усиления роли глобального Юга**
Корпоративные Asset-Backed Securities (ABS)	Секьюритизация пулов активов нефинансовых компаний (дебиторская задолженность, арендные платежи, доходы от инфраструктуры). Торгуются на биржах	1) финансирование цепочек поставок (логистика, торговля); 2) недвижимость (коммерческая аренда); 3) инфраструктура (платные дороги, энергетика); 4) зеленые технологии	Высокие и устойчивые. Объем рынка вырос более чем в 1,7 раза. Самый быстрорастущий и стабильный сегмент. Доля в общем объеме ABS превышает 85 %	Прямое положительное влияние. Усиливается спрос на финансирование цепочек поставок и инфраструктурных проектов в рамках инициативы «Пояс и путь». Инструмент используется для привлечения международных инвесторов
Кредитные ABS (CABS)	Секьюритизация пулов банковских кредитов (ипотека, автокредиты, корпоративные ссуды). Позволяет банкам выводить активы за баланс	1) банковский сектор; 2) сектор недвижимости (ипотечные займы); 3) автомобильная промышленность (автокредиты)	Волатильные, с тенденцией к стагнации. Резкие всплески (2021) и спады (2022) на фоне кризиса недвижимости	Косвенное влияние. Кризис в секторе недвижимости оказал большее влияние, чем геополитика. Однако общая финансовая напряженность заставляет регулятор использовать CABS точечно для стабилизации банковской системы
Трастовые планы / продукты частного размещения	Непрозрачные долговые инструменты, выпускаемые трастовыми компаниями и компаниями по управлению активами для обхода регуляторных ограничений (теневое банковское дело)	1) сектор недвижимости (девелоперы); 2) правительства провинций и муниципалитеты (через LGFV); 3) «серые» сектора экономики	Отрицательные (сжатие рынка). Объем рынка сократился почти в два раза (~6,2 трлн до ~3,8 трлн юаней) в результате целенаправленной регуляторной кампании	Опосредованное влияние. Усиление глобальной нестабильности и внимание к финансовым рискам обусловило целесообразность оптимизации данного рискованного сегмента для укрепления внутренней финансовой устойчивости
Структурированные депозиты	Гибридный инструмент, сочетающий обычный депозит с производным компонентом, доходность по которому привязана к активам (акции, товары)	1) банковский сектор (привлечение средств); 2) розничные инвесторы, ищущие доходность	Циклические: рост до пика (2021) с последующей стагнацией. После ужесточения регулирования в 2022-2023 гг. рынок стагнирует	Слабое прямое влияние. Регуляторные изменения были продиктованы внутренними задачами по снижению рисков
Зеленые облигации	Долговые инструменты, средства от размещения которых направляются на финансирование экологических (зеленые)	1) возобновляемая энергетика; 2) экологичный транспорт; 3) управление отходами и	Очень высокие, с нулевой базы. Китай стал одним из мировых лидеров по выпуску зеленых облигаций.	Инструмент укрепления глобального лидерства и «мягкой силы». Китай активно продвигает эти стандарты в странах

Название инструмента	Краткая характеристика	Отрасли применения	Темпы развития за последние пять лет (2020-2024)	Влияние изменения геополитической ситуации и усиления роли глобального Юга
	или социальных проектов (например, борьба с пандемиями)	загрязнениями; 4) здравоохранение	Объем рынка вырос в разы за последние пять лет	глобального Юга в рамках своей экологической повестки, используя их для финансирования инфраструктурных проектов и укрепления экономических связей в обход традиционных западных систем

Системообразующей чертой долгового рынка Китая являются риски морального хазарда, они встроены в саму модель взаимоотношений между государством, бизнесом и инвесторами. Такая ситуация сложилась в связи с тем, что крупные государственные предприятия и девелоперы годами действовали в уверенности, что государство не допустит их полного коллапса из-за социальных и экономических последствий, что подталкивало их к агрессивным заимствованиям и рискованной бизнес-модели (например, кризис вокруг инвестиционного холдинга Evergrande). Также долгое время банки и трастовые компании продавали финансовые продукты Wealth Management Products с подразумеваемой гарантией доходности, приучая инвесторов к мысли, что они безрисковые, и поощряя посредников к инвестированию во все более рискованные активы для выполнения этих обещаний, а уверенность в том, что регулятор (CBIRC) будет «спасать» системно значимые финансовые институты, поощряла их создавать сложные, внебалансовые схемы для обхода правил. Местные власти, создавая LGFVs, также полагались на то, что центральное правительство возьмет на себя ответственность по их долгам в случае кризиса, что подталкивало к масштабным и не всегда рентабельным инфраструктурным проектам.

Долговая экспансия создала плотную сеть каналов передачи шоков между секторами (рис. 2).



Рисунок 2 – **Анализ межсекторных трансмиссий долгового риска Китая**
Figure 2 – **Analysis of cross-sectoral transmission of debt risk in China**

Фактически на долговом рынке Китая можно выделить три канала передачи рисков, которые представлены на рисунке 2 в виде механизма каскадного обрушения, или «водопада рисков».

1. Канал взаимного владения обязательствами (банки кредитуют трасты → трасты кредитуют LGFVs/девелоперов → LGFVs размещают депозиты в банках и покупают их капитальные инструменты).

2. Канал рынка недвижимости (дефолт девелопера → падение цен на недвижимость → ухудшение качества залога по кредитам банков → снижение стоимости активов LGFVs → ухудшение их способности обслуживать долг перед трастами).

3. Канал ликвидности и рефинансирования (дефолт по трастовому плану → паника среди инвесторов WMPs → массовый отзыв средств из WMPs (bank run) → вынужденная распродажа активов банками и трастами для покрытия обязательств → падение цен на активы и кризис ликвидности на межбанковском рынке).

Долговая экспансия привела китайские власти к классической дилемме, когда борьба с ее последствиями сама по себе становится источником новых рисков.

Во-первых, возникает эффект «стены погашений», когда искусственно созданное долговое финансирование в прошлом привело к концентрации погашений в будущем. Макропруденциальный вызов здесь заключается в том, что ужесточение денежно-кредитной политики для охлаждения рынка может сократить возможность рефинансирования и спровоцировать волну дефолтов, в то время как слишком мягкая политика подпитывает дальнейший рост долга.

Во-вторых, проявляется эффект «замораживания» инструментов политики, так как высокая долговая нагрузка ограничивает способность правительства и ЦБ использовать стандартные инструменты стимулирования, поскольку они могут привести к дальнейшему раздуванию пузырей, а не к росту реального производства.

В-третьих, наблюдается эффект «кредитной диверсификации» – риски сконцентрировались в наименее прозрачных и наиболее взаимосвязанных сегментах (трасты, WMPs), откуда их сложнее всего изолировать.

Долговая экспансия в Китае создала систему, где моральный хазард является исходной причиной, межсекторные трансмиссии – механизмом распространения кризиса, а макропруденциальные эффекты – сложнейшей дилеммой для властей. В таких условиях развитие финансового рынка Китая будет зависеть от его способности продолжить целенаправленное устранение неявных гарантий, одновременно поддерживая контролируемое и упорядоченное сокращение левериджа.

Список литературы

1. *Джин, К.* Возвышение Китая // Финансы и развитие. – 2019. – № 6. – С. 36-37.

2. Доходность китайских государственных облигаций сроком 10 лет [Электронный ресурс]. – URL: https://ru.tradingeconomics.com/china/government-bond-yield (дата обращения: 31.10.2025).

3. *Зенков, М.* Мировой рынок секьюритизации: тренды 2024 г. [Электронный ресурс]. – URL: https://review.cbonds.info/article/references/1195 (дата обращения: 31.10.2025).

4. *Карауш, Д. М.* Использование долговых инструментов в финансовом инжиниринге // Финансовые исследования. – 2015. – № 2. – С. 36-43.

5. *Криничанский, К. В., Понаморенко, В. Е.* Эволюция доктрины долг – капитал в свете цифровизации финансовых инструментов // Вопросы экономики. – 2024. – № 5. – С. 55-73.

6. Финансирование цепочки поставок и устойчивый рост китайских компаний: смягчающее влияние цифровых финансов / Т. Лю, В. Лю, Э. Элахи, Х. Лю // Front. Environ. Sci. – 2022. – № 10. – P. 922182. – DOI: 10.3389/fenvs.2022.922182.

7. *Мозиас, П. М.* Теневой банкинг в Китае // Социальные и гуманитарные науки. Отечественная и зарубежная литература. Серия 9. Востоковедение и африканистика: Реферативный журнал. – 2024. – № 1. – С. 125-158.

8. *Ноздрев, С. В.* Китай и Япония в процессе финансовой интеграции в Азии // Международные процессы. – 2020. – № 18 (3). – С. 42-65. – DOI: 10.17994/IT.2020.18.3.62.6.

9. Объем неисполненных обязательств достиг 800 миллиардов долларов на китайском рынке местного долга [Электронный ресурс]. – URL: https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-10-24/record-defaults-hit-800-billion-chinese-municipal-debt-market (дата обращения: 01.11.2025).

10. *Парасоцкая, Н. Н., Яковлев, Н. Д.* Плюсы и минусы государственных заимствований и государственного долга для бюджетной системы России // Учет. Анализ. Аудит. – 2019. – № 6 (4). – С. 61-69. – DOI: 10.26794/2408-9303-2019-6-4-61-69.

11. *Фу, Т.* Этапы и основные тенденции развития китайско-российского финансового сотрудничества // Инновации и инвестиции. – 2023. – № 2. – С. 67-71.

12. ФЦП: оазис на современном Китайско-Российском Шелковом пути [Электронный ресурс]. – URL: https://kkmp.legal/news/fcp-oazis-na-sovremennom-kitajsko-rossijskom-shelkovom-puti (дата обращения: 03.11.2025).

13. *Яцюн, Чжан.* Зеленые облигации Китая – инструмент, обеспечивающий устойчивое развитие: внутренние движущие силы и вызовы // Региональная экономика : теория и практика. – 2024. – № 12. – С. 2354-2363.

14. China's Financial System: Past, Present, and Future China's Great Economic Transformation / F. Allen, J. Qian, M. Qian. – Cambridge University Press, 2010. – P. 506-568. – DOI: 10.1017/CBO9780511754234.015.

15. *Kuropyatnik, E.* Financing of Large Infrastructure Projects: Chinese Experience and Russian Practice // Review of Business and Economics Studies. – 2022. – № 2 (10). – P. 56-90. – DOI: 10.26794/2308-944X-2022-10-2-56-90.

16. An Empirical Analysis of the Impact of Credit Risk Mitigation Warrants on Bonds: Evidence in Chinese Markets / Li Ping, Meng Hui, Li Zengpeng // Emerging Markets Finance and Trade. – 2019. – № 55. – P. 1-12. – DOI: 10.1080/1540496X.2019.1588107.

17. «Trust Industry Report». China Banking and Insurance Regulatory Commission (CBIRC) [Электронный ресурс]. – URL: https://www.nfra.gov.cn/en/view/pages (дата обращения: 01.11.2025).

References

1. *Jean, K.* The Rise of China // Finance and Development. – 2019. – № 6. – P. 36-37.

2. Yield of Chinese Government Bonds for a Period of 10 Years [Electronic resource]. – URL: https://ru.tradingeconomics.com/china/government-bond-yield (date of access: 31.10.2025).

3. *Zenkov, M.* The Global Securitization Market: Trends of 2024 [Electronic resource]. – URL: https://review.cbonds.info/article/references/1195 (date of access: 31.10.2025).

4. *Karaush, D.* The Use of Debt Instruments in Financial Engineering // Financial Research. – 2015. – № 2. – P. 36-43.

5. *Krinichansky, K., Ponamorenko, V.* The Evolution of the Debt-Capital Doctrine in the Light of Digitalization of Financial Instruments // Economic Issues. – 2024. – № 5. – P. 55-73.

6. Supply Chain Financing and Sustainable Growth of Chinese Companies: Mitigating the Impact of Digital Finance / T. Liu, V. Liu, E. Elahi, H. Liu // Front. Environ. Sci. – 2022. – № 10. – P. 922182. – DOI: 10.3389/fenvs.2022.922182.

7. *Mozias, P.* Shadow Banking in China // Social Sciences and Humanities. Domestic and Foreign Literature. Series 9. Oriental and African Studies: An Abstract Journal. – 2024. – № 1. – P. 125-158.

8. *Nozdrev, S.* China and Japan in the Process of Financial Integration in Asia // International Processes. – 2020. – № 18 (3). – P. 42-65. – DOI: 10.17994/IT.2020.18.3.62.6.

9. The Volume of Outstanding Obligations has Reached $800 Billion in the Chinese Local Debt Market [Electronic resource]. – URL: https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-10-24/record-defaults-hit-800-billion-chinese-municipal-debt-market (date of access: 11.11.2025).

10. *Parasotskaya, N., Yakovlev, N.* The Pros and Cons of Government Borrowing and Public Debt for Russian Budget System // Accounting. Analysis. Audit. – 2019. – № 6 (4). – P. 61-69. – DOI: 10.26794/2408-9303-2019-6-4-61-69.

11. *Fu, T.* Stages and Main Trends in the Development of Sino-Russian Financial Cooperation // Innovation and Investment. – 2023. – № 2. – P. 67-71.

12. FTP: an Oasis on the Modern Chinese-Russian Silk Road [Electronic resource]. – URL: https://kkmp.legal/news/fcp-oazis-na-sovremennom-kitajsko-rossijskom-shelkovom-puti (date of access: 11.03.2025).

13. *Yaqiong Zhang.* China's Green Bonds are a Tool for Ensuring Sustainable Development: Internal Driving Forces and Challenges // Regional Economy: Theory and Practice. – 2024. – № 12. – P. 2354-2363.

14. China's Financial System: Past, Present, and Future China's Great Economic Transformation / F. Allen, J. Qian, M. Qian. – Cambridge University Press, 2010. – P. 506-568. – DOI: 10.1017/CBO9780511754234.015.

15. *Kuropyatnik, E.* Financing of Large Infrastructure Projects: Chinese Experience and Russian Practice // Review of Business and Economics Studies. – 2022. – № 2 (10). – P. 56-90. – DOI: 10.26794/2308-944X-2022-10-2-56-90.

16. An Empirical Analysis of the Impact of Credit Risk Mitigation Warrants on Bonds: Evidence in Chinese Markets / Li Ping, Meng Hui, Li Zengpeng // Emerging Markets Finance and Trade. – 2019. – № 55. – P. 1-12. – DOI: 10.1080/1540496X.2019.1588107.

17. «Trust Industry Report». China Banking and Insurance Regulatory Commission (CBIRC) [Электронный ресурс]. – URL: https://www.nfra.gov.cn/en/view/pages (дата обращения: 01.11.2025).

Об авторе:

Лу Яо, *аспирант кафедры финансов и кредита, Российский университет дружбы народов имени Патриса Лумумбы, Москва, Россия, 1010455073@qq.com.*

Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Статья опубликована на условиях лицензии Creative Commons Attribution 4.0 International (CC-BY 4.0)

About the Author:

Lu Yao, *Postgraduate student of the Department of Finance and Credit, RUDN University, Moscow, Russia, 1010455073@qq.com.*

Conflict of Interest: The author declares no conflict of interest.

This is an open access article distributed under the terms of Creative Commons Attribution 4.0 International License (CC-BY 4.0)